

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

ロシア経済の現状と展望

～景気は持ち直すも原油価格と経済制裁の動向に注意～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員
志波和幸
kazuyuki_shiba@iima.or.jp

2014年2月に発生したウクライナ騒乱（ロシアのクリミア併合と東部2州での独立紛争）を発端とした欧米の経済制裁と、同時期の原油安により経済的打撃を受けたロシアであったが、その後の原油価格の持ち直しを主因とし2017年の実質GDP成長率は3年ぶりのプラスとなった。

本稿では、まず同国の経済状況を確認したうえで、今後の経済見通し及びその下振れリスクについて説明する。

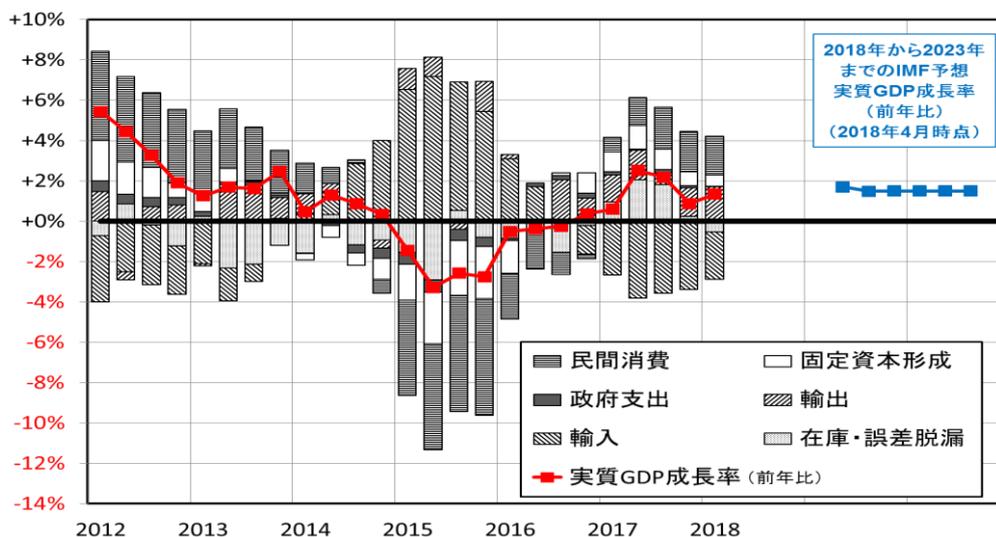
1. ロシア経済の現状

(1) 景気 ～ 2015年を底に緩やかな回復が継続

7月2日にロシア連邦統計局が発表した2018年第1四半期の実質GDPは前年比+1.3%と、前期（同+0.9%）から幾分加速した（図表1）。通年ベースで3年ぶりのプラス成長となった2017年から緩やかな成長が継続していることが確認された。

需要項目別に見ると、外需の成長率寄与度は依然としてマイナスであるが、2017年第2四半期からマイナス幅は縮小している。一方、内需は堅調に推移しており、2015年以降GDPの約50%を占める民間消費が前年比+3%台後半と旺盛であることが景気押し上げの要因となった。

図表 1：実質 GDP 成長率（需要項目別）



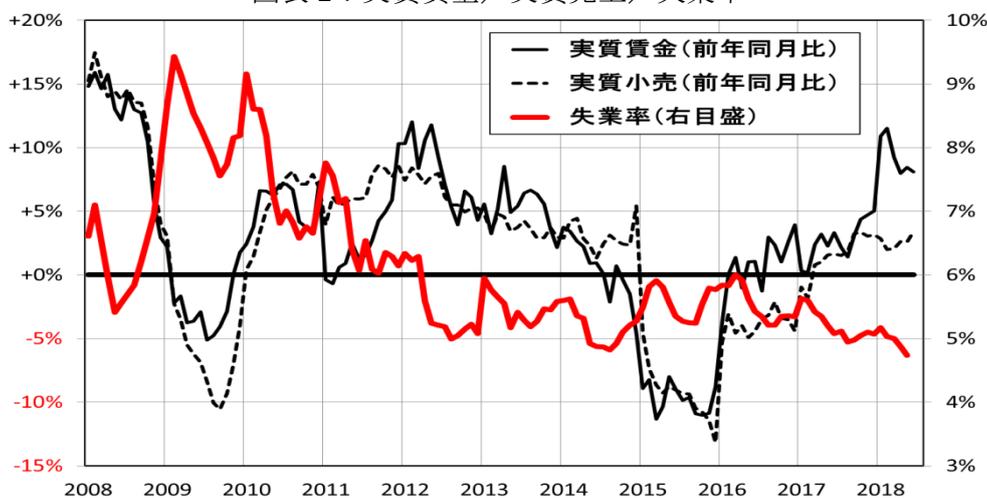
（出典：Russian Federal State Statistics Service）

(2) 労働市場 ～ 失業率低下と賃金上昇が継続

労働市場も改善傾向が続いている。2018年5月の失業率は4.7%と2000年代初め以降の最低水準に低下している（図表2）。また、名目賃金の上昇とインフレ率の鈍化（後述）により実質賃金は改善傾向が続いている。

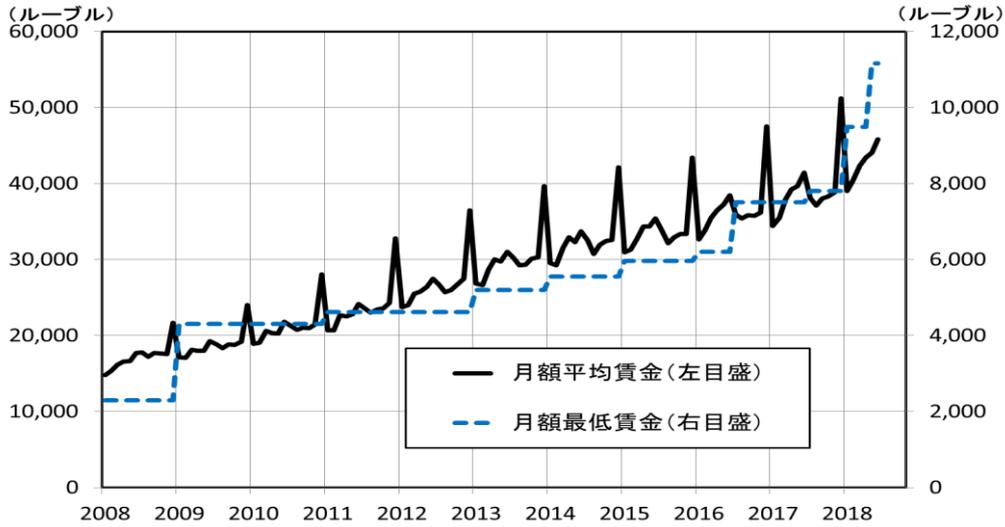
なお、名目賃金上昇の一因は、最低賃金の引き上げにある（図表3）。ロシア全体の最低賃金は同国連邦法（82-FZ of 19.06.2000）で規定されており、貧困対策の一貫として定期的に引き上げられてきた。最近では、2019年1月から「月額11,163ルーブル（約180ドル）」に引き上げる予定であったところ、大統領令で2018年5月から前倒しで適用された。

図表 2：実質賃金／実質売上／失業率



（出典：Russian Federal State Statistics Service（消費者物価（CPI）で実質化）／ロシア中央銀行）

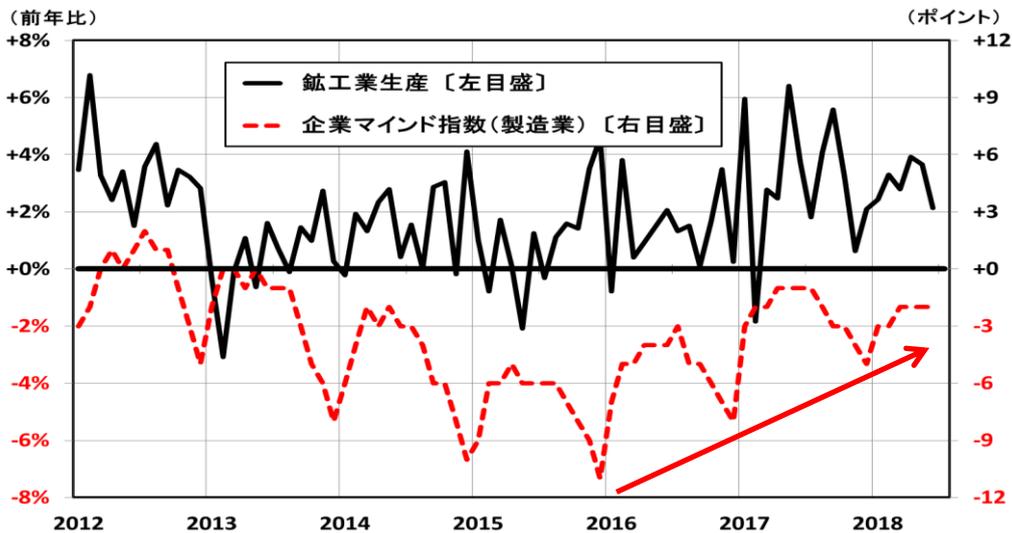
図表 3：平均賃金／最低賃金



(出典：Ministry of Economic Development of the Russian Federation)

実質賃金上昇を受け、実質小売売上高は 2017 年初めから前年比で増加に転じている。また、企業マインド指数（製造業）は 2016 年頃から改善傾向にあり、鉱工業生産も堅調に推移している（図表 4）。

図表 4：鉱工業生産と企業マインド



(出典：Russian Federal State Statistics Service)

(3) 物価・金利・為替 ～ インフレ率は低下傾向。ルーブル相場は原油価格復調とともにやや回復

消費者物価をみると、2014 年のウクライナ騒乱に伴う欧米の経済制裁に対する報復措置として欧米からの農産品・食品の輸入を禁止した結果、対象となった食品価格が急

上昇したことに加え、その時期にルーブル安が進んだこともあり、全体のインフレ率は2015年3月に前年比+16.9%まで押し上げられた(図表5)。しかし、その後の輸入代替措置としての国内食料生産増強策が奏功し、インフレ率は2016年に入ると急低下し、2017年には当時のロシア中銀のインフレ・ターゲット(同+4%)を達成し、足元も同+2%台前半と1992年の統計開始以来の最低水準で推移している。

こうしたなか、ロシア中央銀行は2015年以降、段階的な利下げを継続している。2018年3月には主要政策金利である1週間物レポ金利を7.25%に引き下げ、同行が中立的な政策金利としている6~7%のレンジに近づけている。

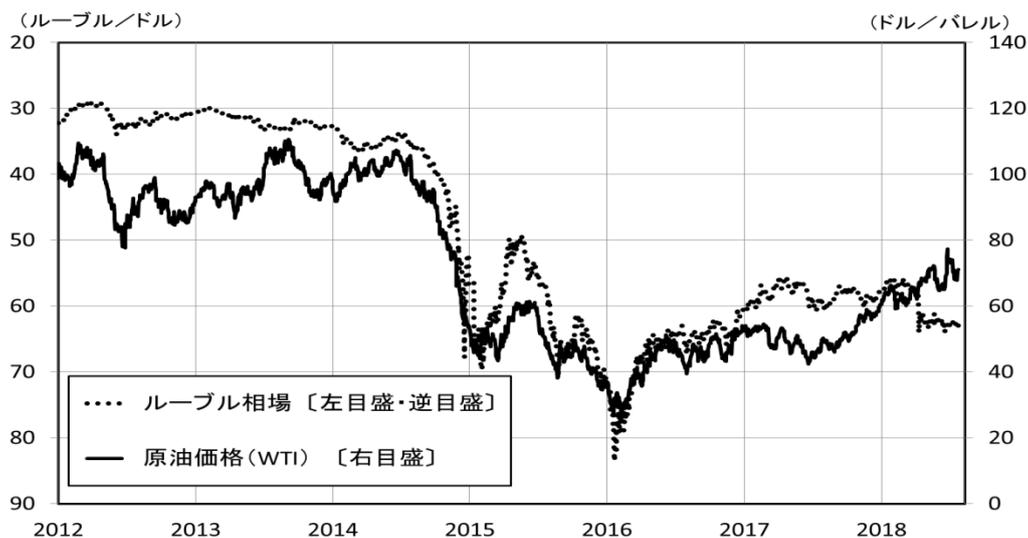
図表5：インフレ率／政策金利



(出典: Russian Federal State Statistics Service / ロシア中央銀行)

ルーブルの対ドル相場については、2014年11月の変動相場制移行後、ロシアの主要輸出品目である原油価格動向との相関がみられる(図表6)。2016年初頭に原油価格が1バレル=20ドル近辺まで下落した際には1ドル=80ルーブルの最安値をつけたが、その後の原油価格の復調とともに同60ルーブル前後に戻している。それでも変動相場制移行前と比べると、ルーブル相場は約40%下落している。

図表6：原油価格と為替相場

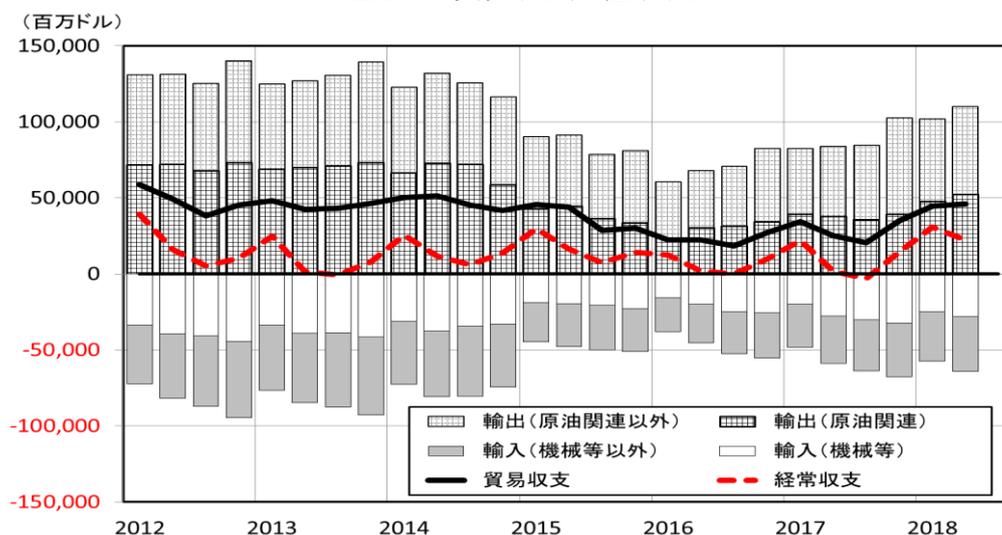


(出典：Thomson Reuter Datastream/ロシア中央銀行)

(4) 経常収支・財政収支 ～ 原油価格持ち直しにより悲観論は後退

経常収支は、2014年夏から2016年初めにかけての原油価格下落に伴い輸出が減少し、2017年第3四半期には4年ぶりに赤字を計上した。ただし、内需の落ち込みで輸入も同時に減ったため、経常赤字額は約30億ドルと僅少にとどまった(図表7)。その後は、原油価格の持ち直しに伴う輸出の増加などに伴い、2018年第1四半期には6年ぶりの大幅な黒字となった。

図表7：貿易収支/経常収支

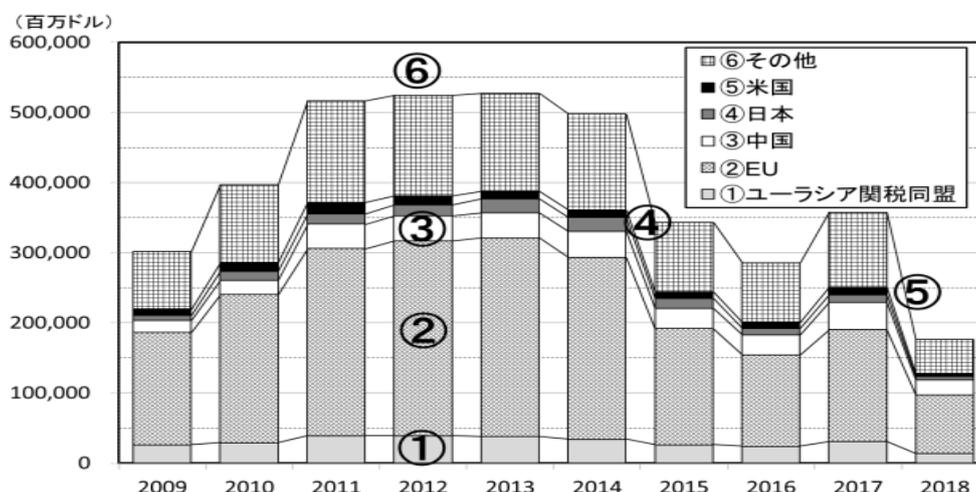


(出典：Russian Federal State Statistics Service/ロシア中央銀行)

なお、ウクライナ騒乱に伴う欧米の経済制裁を受け、特に2015年以降はEU向け輸出が減少した(図表8)。すなわち、輸出全体に占めるEU向けのシェアは、経済制裁

前の 50% 台前半から制裁後は 45% 前後に低下した。一方、中国向けが増加し、そのシェアは約 7% から約 12% に上昇している（図表 9）。

図表 8：輸出相手国



（出典：Russian Federal Customs Service、2018 年は 5 月までのデータ）

図表 9：輸出の国・地域別内訳とそのシェア

（単位：百万ドル）

	2013年 (経済制裁前)	シェア の推移	2014年 (経済制裁後)	シェア の推移	2017年	シェア の推移	2018年 (5月まで)
ユーラシア関税同盟 (ロシア、ベラルーシ、カザフスタン)	37,861	↘	34,064	↗	30,749	↘	14,028
	7.2%		6.8%		8.6%		8.0%
EU	283,419	↘	259,052	↘	159,597	↘	83,427
	53.8%		52.0%		44.6%		47.3%
中国	35,625	↗	37,494	↗	38,922	↗	21,214
	6.8%		7.5%		10.9%		12.0%
日本	19,668	→	19,855	↘	10,501	→	4,926
	3.7%		4.0%		2.9%		2.8%
米国	11,135	→	10,636	↗	10,700	↘	4,129
	2.1%		2.1%		3.0%		2.3%
その他	139,559	↗	136,734	↗	107,349	↘	48,583
	26.5%		27.5%		30.0%		27.6%
全体	527,266	—	497,834	—	357,817	—	176,306
	100.0%		100.0%		100.0%		100.0%

（出典：Russian Federal Customs Service）

一方、財政に目を向けると、主な収入源である原油・天然ガスの輸出・採取税の落ち込みで財政赤字（GDP 比）は 2016 年に▲3.5%まで悪化したが、その後の原油価格復調に伴う歳入増加と 2017 年からの緊縮財政が奏功し、赤字額はほぼ半減した（図表 10）。

2018 年の政府予算案では原油価格（ウラル原油）を 1 バレル＝43.8 ドルと置いているが、実際にはこの価格を上回っていることから、同年の歳入は予算ベースを上回る見込みである。これに対し、歳出は昨年からの緊縮路線を継続している。最大の支出項目

である社会保障費関連の予算削減（前年比▲7.2%）と 2 番目に多い国防費の抑制により、歳出総額は前年比若干の減少となる見込みである。これにより財政収支は予算ベースから更に改善し、2018 年には 7 年ぶりの黒字化の可能性もある。

図表 10：財政収支（GDP 比）

	上半期 (1～6月)	通年 (1～12月)
2013年	+1.2%	▲0.5%
2014年	+1.9%	▲0.5%
2015年	▲2.3%	▲2.6%
2016年	▲3.7%	▲3.5%
2017年	▲1.2%	▲1.4%
2018年	+1.9%	(黒字化の可能性)

(出典) Ministry of Finance (2018 年分は 2017 年の名目 GDP で試算)

こうしたなか、2014 年の原油価格急落・欧米の経済制裁を受けたルーブル買い支への介入のため急減した外貨準備は、2015 年初以降順調に積み上げが進み、現状 4,000 億ドル台で推移している（図表 11）。なお、政府は 2015 年 7 月 28 日以降、為替介入は行っていない。

また、直近の対外債務残高は 5,199 億ドルと 2014 年第 2 四半期のピークから約 30% 減少した（図表 12）。加えて、その内、政府及び中央銀行等の通貨当局の対外債務は合計しても全体の約 15%と少ない。

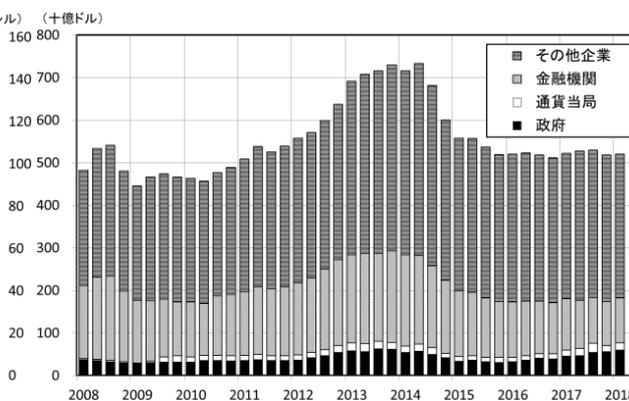
これらにより、現状のロシアの金融市場は 2014 年にみられた混乱から完全に脱していると言えよう。実際、BRICS（ロシア、ブラジル、中国、南アフリカ、インド）の CDS（5 年物）の推移を見ると、2014 年の経済制裁を機にロシアでは急騰したものの、その後は 100bp 台前半と危機前の水準で落ち着いている（図表 13）。

図表 11：外貨準備高



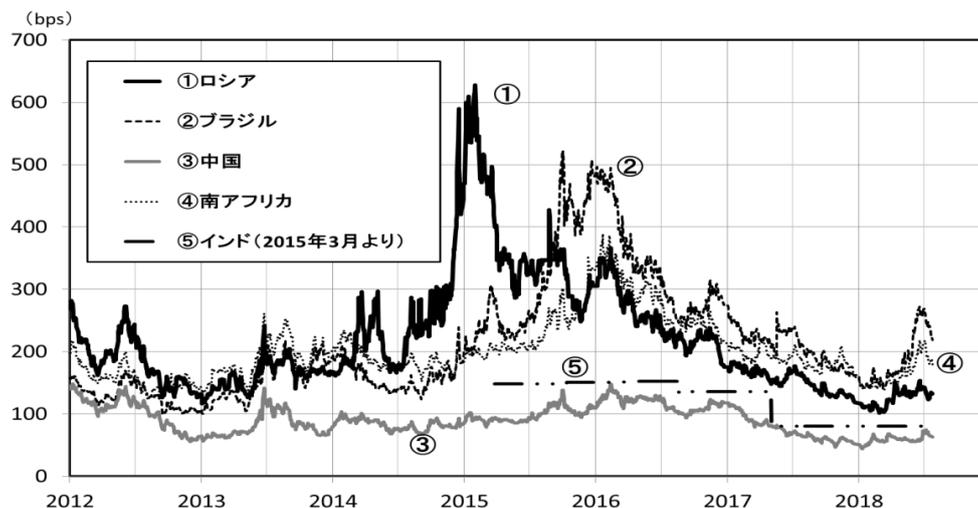
(出典) ロシア中央銀行

図表 12：対外債務残高



(出典) ロシア中央銀行

図表 13 : BRICS の CDS (5 年物)



(出典) Thomson Reuter Datastream

2. 今後のロシア経済の見通し

(1) ベースライン・シナリオ ~ 緩やかな経済成長が持続

IMF や世界銀行は、海外経済の成長維持と現状程度の原油価格を前提に、ロシア経済が 2020 年にかけて緩やかな成長を続けると予測している (図表 14)。やや細かくみると、IMF の場合、2018 年末にかけては年明けに予定されている付加価値税 (日本の消費税に相当) の税率引き上げ (現行の 18% から 20% へ) に伴う駆け込み需要により一時的な成長の加速が見込まれるが、2019 年にはその反動と年金受給開始年齢の引き上げ開始¹が個人消費にやや水を差すことが予想されている。

図表 14 : IMF 及び世界銀行の予測

			2018年 (予想)	2019年 (予想)	2020年 (予想)
IMF World Economic Outlook 2018年4月	世界経済	実質GDP成長率	+3.37%	+3.29%	+3.00%
	ロシア経済	実質GDP成長率	+1.71%	+1.49%	+1.50%
	原油価格	1バレル当たり	62.313ドル	58.240ドル	55.551ドル
世界銀行 Russia Economic Outlook 2018年5月	世界経済	実質GDP成長率	+3.10%	+3.00%	+2.90%
	ロシア経済	実質GDP成長率	+1.50%	+1.80%	+1.80%
	原油価格	1バレル当たり	65ドル	65ドル	66ドル

(出典) 各種資料より国際通貨研究所が作成

¹ 現行の受給開始年齢「男性 60 歳/女性 55 歳」を、段階的に「男性 65 歳/女性 63 歳」まで引き上げるもの。ちなみに、ロシアの平均寿命は 71.59 歳 (うち男性 66.51 歳/女性 76.93 歳) (World Bank (2016 年))。

(2) 2つの下振れリスク

上記メインシナリオに対し、下振れリスクとして①米国の増産による原油価格の急落、②欧米の経済制裁の継続・強化、という2点が挙げられる。

①米国の増産による原油価格の急落

OPEC加盟国とロシアなど非加盟の主要産油国との協調減産に加えて、ベネズエラやイランの供給減少観測の高まりにより、原油価格（WTI）は2016年初の1バレル＝20ドル台から足元（2018年7月末）では同70ドル前後と2014年後半以来の水準に回復している（図表15）。

図表15：原油価格（WTI）



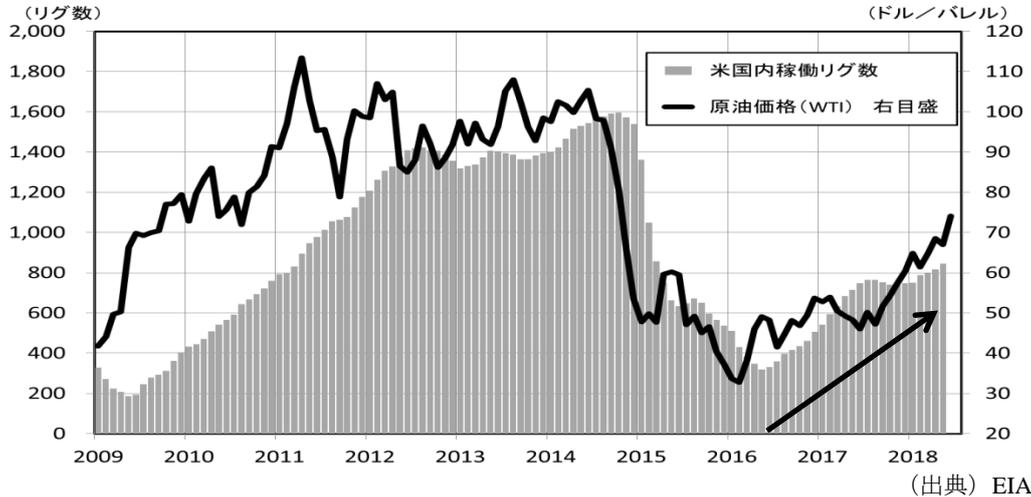
(出典) Thomson Reuter Datastream

ただし、以下のように、米国をトリガーとして原油価格の上昇基調が反転するおそれがある点には注意が必要である。

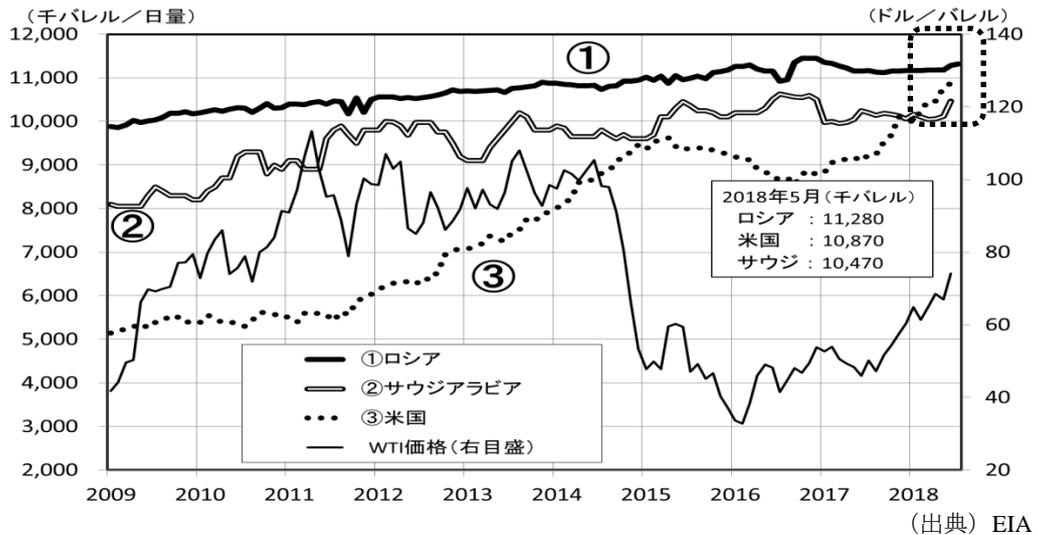
- ・シェール・オイル革命で原油産出大国となった米国が、その採算ラインといわれる「1バレル＝50ドル」まで価格が上昇したことで、今後産油量を一段と増やせる状況にあること（稼働リグ数は回復中。図表16）。
- ・トランプ米大統領が、国内製油業を保護・奨励する方針を打ち出していること。
- ・上記2点もあり、2018年1月に米国の原油産出量がサウジアラビアを抜いたうえ世界最大の産油国であるロシアにも迫っていること（米国は減産に合意した非OPEC諸国に含まれていない。図表17）。

- ・米国エネルギー情報局（EIA）の最新の予測（2018年7月）では、2019年末まで原油は総じて供給過多となること（図表18）。

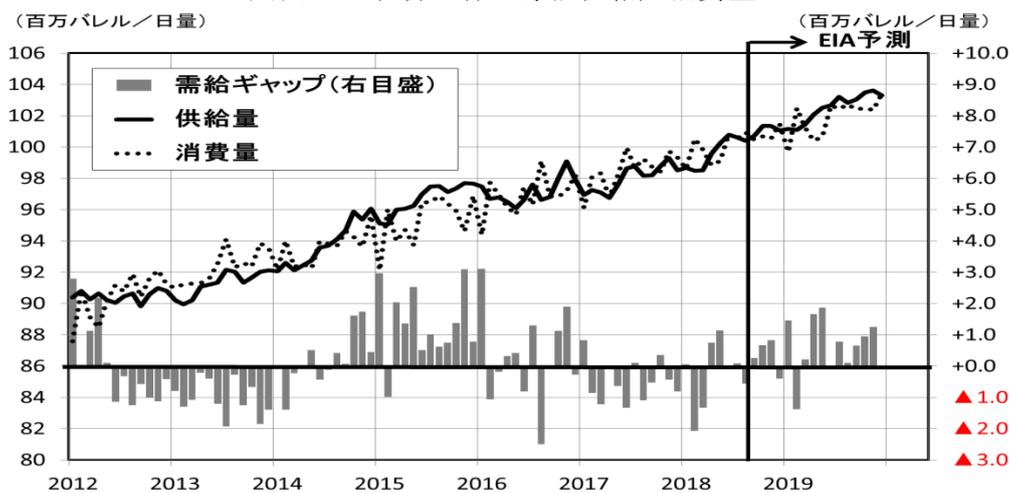
図表16：米国内稼働リグ数



図表17：主要3カ国の原油産出量



図表 18：世界全体の原油供給／消費量



(出典) EIA

②欧米の経済制裁の継続・強化

ウクライナ騒乱を機に 2014 年に導入された欧米諸国の経済制裁であったが、もともと制裁分野が狭いこともあり、その効果は十分ではなかった (図表 19)。

図表 19：欧米諸国の経済制裁の概要 (2014 年)

欧州	米国	制裁概要	制裁開始時期
*	*	ロシア政府・財界要人の入国禁止	2014年3月
*	*	ロシア政府・財界要人の対外資産の凍結	2014年3月
*	*	ロシア政府系金融機関による資金調達禁止	2014年7月
*	*	北極海などで石油開発技術などの提供禁止	2014年7月
*		新規の武器輸出を禁止	2014年7月
*		軍事転用可能な製品・技術の提供禁止	2014年7月
	*	ロシア国営軍需企業の米国内の資産凍結と取引禁止	2014年7月

(出典) 各種資料より国際通貨研究所作成

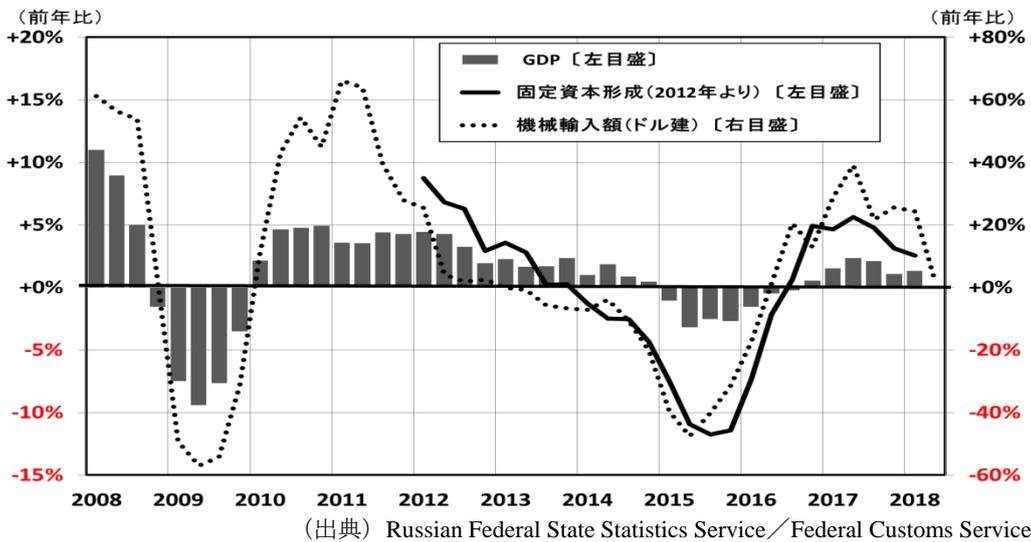
しかし、2018 年 4 月 6 日に米国が追加発動した以下 3 つの経済制裁のうち、特に 3 点目は効果が高く、ロシア経済に直接的な影響が生じる可能性がある。実際、ルーブル相場、ロシア国内の株式相場及び国際市場のアルミ価格は、追加制裁の公表直後に大きく変動した (その後、欧州諸国の要望を受けて制裁発動時期を当初の 6 月から 10 月に延期したため、市場は現状落ち着きを取り戻している)。

- ・制裁対象をプーチン大統領に近い企業および個人に拡大する。
- ・ロシア国内のアルミの生産及び輸出を独占しているルサル社を制裁対象に含める (なお、ロシアのアルミの最大輸出先は米国である)。
- ・非米国人 (日本企業を含む) でも、制裁対象企業・個人のために「意図的に大

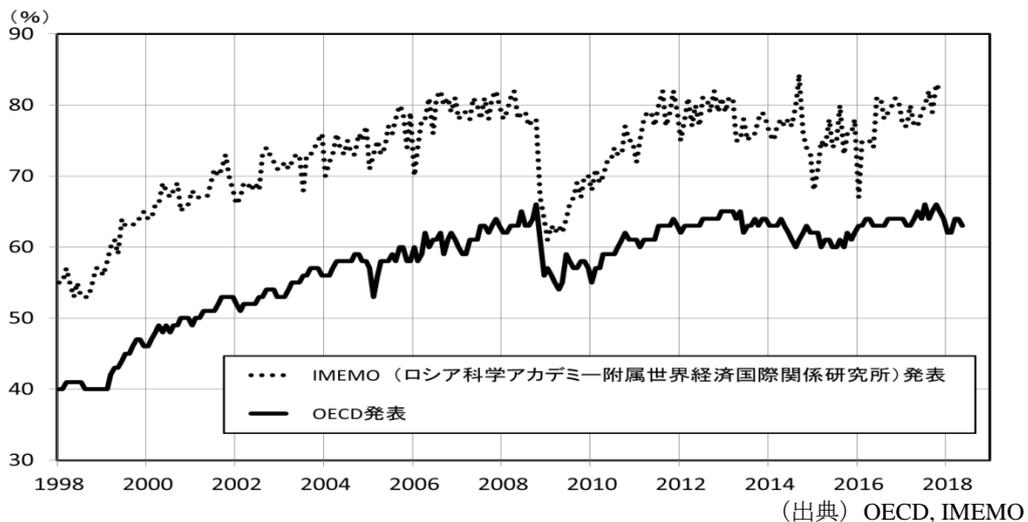
「規模な取引を容易にする行為」を行ったと米国財務省が認定した場合、その者を制裁対象とする。

加えて、追加制裁を機にロシア国内の設備投資が低迷することが懸念される。もともと同国のインフラは慢性的に不足しており、景気回復・拡大局面においては海外からの機械輸入が増加して設備投資が拡大する傾向にある（図表 20）。しかし、設備稼働率が高水準で推移しているにもかかわらず、今次の景気回復局面では欧米による経済制裁が続いていることも一因となり、設備投資が盛り上がりには欠けている（図表 21）。実際、機械輸入には足元で伸び悩みがみられる。そうしたなかでの今般の米国による追加制裁の発動は、設備投資を一段と抑制する可能性がある。

図表 20：固定資産形成／機械輸入額



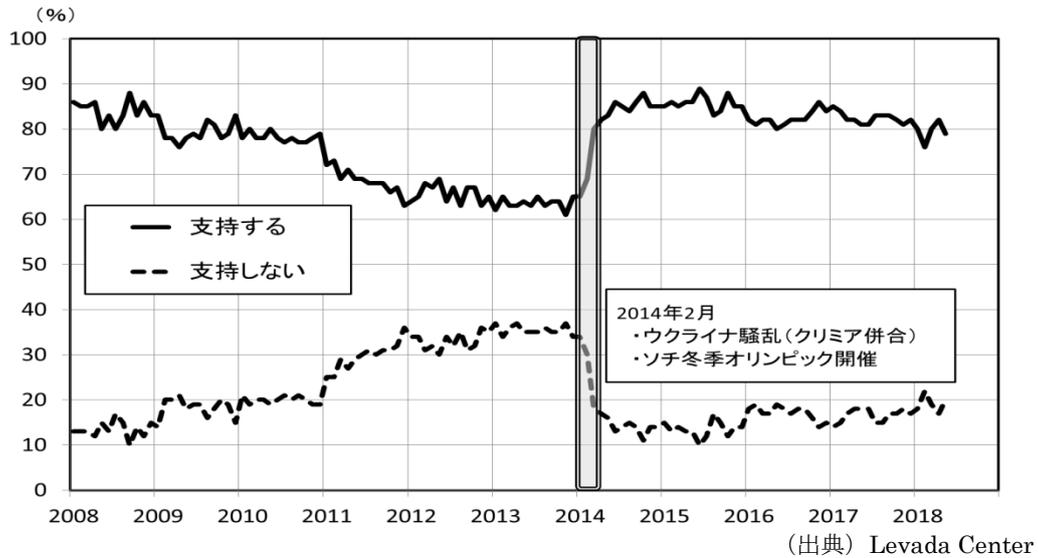
図表 21：設備稼働率



(3) プーチン大統領下で策定の経済プログラムの効果は不透明

プーチン大統領は、2014年のウクライナ騒乱（クリミア併合）とソチ冬季オリンピック開催によるナショナリズム高揚で支持率を押し上げ、その後は、平均賃金を上回るペースでの最低賃金の引き上げなどにより高い支持率を維持してきた（図表 22）。

図表 22：大統領支持／不支持率



こうしたなか、3月18日の大統領選挙でプーチン氏が再選（通算4期目）し、2024年まで大統領職を務め続けることとなった。そして、早速5月7日に大統領令「2024年までのロシア連邦発展戦略の課題と国家目標について」を発し、今後6年間の内政目標を提示するとともに、政府に対し10月1日までにその実現プログラム策定を指示した（図表 23）。加えて、政府に対し13の分野²での個別プログラムの策定も求めた。

² 13の分野とは、「人口政策」、「保健」、「教育」、「住居・都市環境」、「環境保護」、「道路の安全と品質」、「労働生産性と雇用支援」、「科学」、「デジタル経済」、「文化」、「中小企業支援」、「輸出」、「インフラ整備」となっている。

図表 23 : 5 月 7 日の大統領令の概要

①	定常的な人口増加
②	平均寿命を78歳まで(2030年までには80歳)に伸長
③	国民の実質所得増加。インフレ率を上回る年金給付額の増大の実現
④	貧困率の半減
⑤	毎年500万世帯以上の住宅環境の改善
⑥	ロシア連邦の技術発展の促進。技術革新を行う組織の数を組織総数の50%まで増大
⑦	経済および社会分野へのデジタル技術導入の加速化
⑧	世界第5位の経済大国入り。インフレ率を4%以内にとどめる等マクロ経済の安定を維持しつつ、世界平均を上回るテンポで経済を成長
⑨	製造業および農業等の基幹産業で最新技術と高度技能人材によって支えられる生産性の高い輸出志向セクターの創出

(出典) 各種資料より国際通貨研究所作成

これら一連の施策は、前回の大統領就任時（2012年5月）のものとは比べるとより内政に目を向けたものとなっている。ただし、大統領令は長期的なスパンでの経済目標を示したものにすぎない。今後政府が策定するプログラムにおいて、ロシア経済を強化する即効性のある施策が盛り込まれるか否かは、今のところ不透明である。

したがって、ロシア経済が原油価格や欧米経済制裁等の外的要因に影響を受けやすい状況は基本的に続くと思われる、その点は引き続き注意が必要である。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>